F&F
(007700)

서프라이즈의 연속

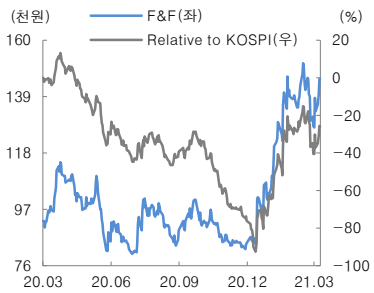
유정현
junghyun.yu@daishin.com

이나연
nayeon.lee@daishin.com

투자의견	BUY 매수, 유지
6개월 목표주가	200,000 상향
현재주가 (21.04.08)	145,500 섬유의복업종

KOSPI	3143.26
시가총액	2,241십억원
시가총액비중	0.12%
자본금(보통주)	8십억원
52주 최고/최저	151,500원 / 80,400원
120일 평균거래대금	123억원
외국인지분율	10.53%
주요주주	김창수 외 8 인 58.82% 국민연금공단 8.09%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	7.8	68.0	57.0	50.8
상대수익률	2.7	68.5	19.4	-13.3



투자의견 BUY 유지, 목표주가 200,000원으로 상향(+20%)

- 투자의견 BUY 유지, 목표주가는 실적 상향 조정에 따라 200,000원(12개월 fwd P/E 20배)으로 20% 상향 조정. 중국법인 고성장으로 동 법인이 OPM이 2019년 적자에서 2020년에 mid-single% 수준으로 개선. 분기당 중국 법인의 매출 규모가 400억원대 이상에서 안착하면서 2021년 중국 법인의 매출액은 yoy 175% 증가한 2,130억원으로 대폭 성장할 전망

1Q21 Preview: 국내외 모든 채널에서 고성장

- 1분기 매출액과 영업이익은 각각 2,341억원(+41%, yoy), 351억원(+103%, yoy)으로 전망 [MLB] 국내 면세 채널 매출이 가파르게 회복되면서 지난 4분기 매출액 수준까지 회복된 것으로 파악. 이는 전년동기대비 약 50% 성장한 수치로 코로나19 이전인 2019년 1분기 면세점 매출액에 비해서도 20% 성장한 규모임. 면세 채널 뿐 아니라 국내 일반 채널에서도 양호한 성장 기록한 것으로 추정 [중국] 1분기 상해 법인 매출액은 420억원으로 지난해 4분기 438억원 규모와 유사할 것으로 추정. 1분기말 중국 매장는 112개(직영 4개, 대리상 108개)까지 증가. Tmall 매출액은 300억원 수준에 달하는 것으로 보임. 이는 일평균 매출액 약 1억 수준으로 전년도말 일평균 매출액 7-8천만원에 비해 약 30% 이상 증가한 수치임. 지난 해 1-3분기 중국 법인 매출 누계액이 310억원이었는데 4분기에 438억원으로 크게 증가하면서 분기 평균 매출액이 400억원대 안착 [디스커버리] 1분기 아우터, 신발 등 주요 제품 라인업들의 매출 호조로 매출액 약 yoy 10% 증가. 국내 소비 회복과 브랜드 기획력에 힘입어 주요 품목별 매출 호조. 전 브랜드의 국내외 모든 채널에서 고성장으로 영업레버리지 효과 극대화, 영업이익률은 1분기 사상 최고 수준인 15% 수준까지 상승한 것으로 추정

(단위: 십억원, %)

구분	1Q20	4Q20	1Q21(F)					2Q21		
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	166	345	210	234	41.0	-32.2	203	219	31.2	-6.5
영업이익	17	72	23	35	102.7	-51.3	23	35	69.2	-1.2
순이익	14	49	17	26	88.4	-46.8	18	26	82.1	-1.2

자료: F&F, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	910	838	1,100	1,465	2,056
영업이익	151	123	186	219	281
세전순이익	151	120	185	218	281
총당기순이익	110	85	138	163	209
지배지분순이익	110	86	138	163	209
EPS	7,156	5,571	8,970	10,562	13,598
PER	15.7	15.1	16.2	13.8	10.7
BPS	31,366	35,801	43,776	53,343	65,947
PBR	3.6	2.4	3.3	2.7	2.2
ROE	25.1	16.6	22.5	21.8	22.8

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출, 자료: F&F, 대신증권 Research Center

연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2021F	2022F	2021F	2022F	2021F	2022F
매출액	1,013	1,346	1,100	1,465	7.9	8.1
영업이익	153	184	186	219	17.7	15.8
지배지분순이익	112	137	138	163	18.8	15.8
영업이익률	15.1	13.7	16.9	14.9		
순이익률	11.1	10.2	12.6	11.1		

자료: F&F, 대신증권 Research Center

표 1. F&F 실적 추이 및 전망

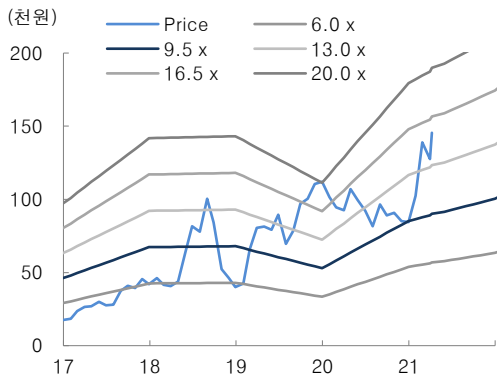
(단위: 십억원, %)

	2020				2021F				2020	2021F	2022F
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q			
매출액	166	167	160	346	234	219	236	412	838	1,100	1,465
Discovery	64	65	52	197	70	71	58	217	378	415	457
MLB	82	83	105	126	137	124	155	159	396	575	886
면세점	34	36	41	50	51	43	47	58	162	200	230
비면세채널	42	38	47	32	44	39	48	32	160	163	164
MLB China	6	9	16	44	42	42	59	69	75	213	492
MLB KIDS	16	13	14	20	18	15	16	21	63	69	76
MLB export	5	4	4	9	5	5	5	11	22	27	32

영업이익	17	20	13	72	35	35	25	91	123	186	219
영업이익률	10.4	12.3	7.9	20.9	15.0	15.8	10.5	22.2	14.6	16.9	14.9
YoY											
매출액	2.0	-17.2	-26.3	4.9	41.1	31.2	47.8	19.1	-7.9	31.3	33.1
Discovery	11.4	29.4	-4.0	10.0	10.0	8.0	12.0	10.0	10.9	9.9	10.0
MLB	10.0	-26.7	-19.9	-1.0	66.7	49.6	47.4	26.4	-11.2	45.2	54.0
면세점	-14.5	-40.7	-48.3	-30.0	50.0	20.0	15.0	15.0	-35.9	23.5	15.0
비면세채널	20.1	1.6	1.9	-1.0	5.0	1.0	1.0	1.0	-10.1	2.0	1.0
MLB China			409.4	484.0	566.7	395.5	264.4	58.0	580.9	184.0	131.2
MLB KIDS	-30.4	-35.0	-35.0	-5.0	10.0	10.0	10.0	10.0	-29.5	10.0	10.0
MLB export	-33.3	-50.0	-37.0	28.4	20.0	20.0	20.0	20.0	-26.2	20.0	20.0
영업이익	-9.2	-29.5	-61.2	2.5	102.7	69.2	95.8	26.6	-18.7	51.6	17.7

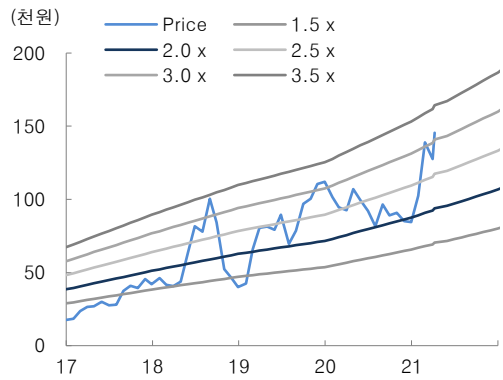
주: K-IFRS 연결기준
자료: F&F, 대신증권 Research Center

그림 1. F&F PER 밴드



자료:Valuewise, 대신증권 Research Center

그림 2. F&F PBR 밴드



자료:Valuewise, 대신증권 Research Center

1. 기업개요

기업 및 경영진 현황

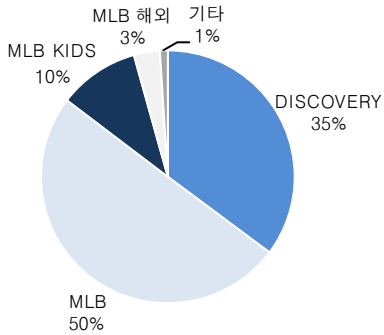
- 주요 브랜드로 DISCOVERY, MLB 등을 보유
- MLB 브랜드의 경우 1997년 한국 판권을 들여와 국내에서 유통하기 시작. 2010년 키즈 라인인 MLB 키즈 브랜드도 도입
- 2017년 말부터 홍콩, 마카오, 대만 등 아시아 지역 9개 국가에 직진출 혹은 수출 형식으로 사업 확장. MLB 브랜드의 Tmall 입점을 통해 중국 사업도 영위 중
- 자산 8,178원, 부채 2,661억원, 자본 5,517억원
- 발행주식 수: 15,400,000주 (자기주식수: 79,896주)

주가 변동요인

- MLB 국내 및 중국 매출 추이
- 신발 사업 진행 흐름 등

주: 자산 규모는 2020년 12월 말 기준
자료: F&F, 대신증권 Research Center

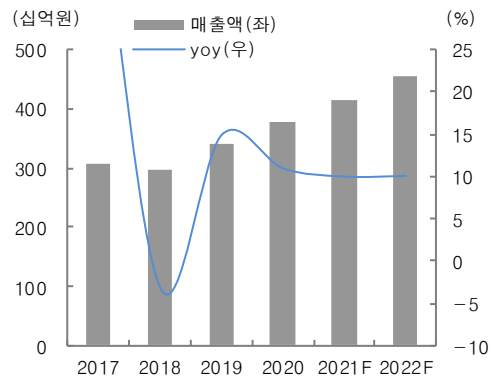
매출 비중 추이



주: 2019년 말 기준
자료: F&F, 대신증권 Research Center

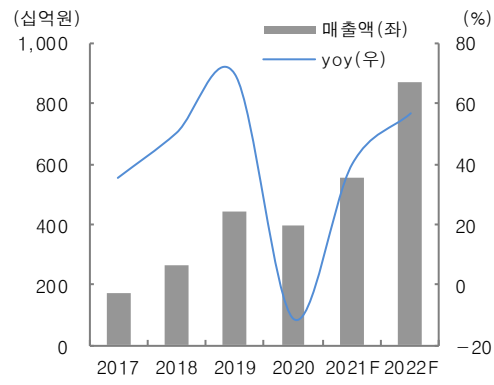
2. Earnings Driver

디스커버리 매출액(yoy)



자료: F&F, 대신증권 리서치센터

MLB 매출액(yoy)



자료: F&F, 대신증권 리서치센터

재무제표

포괄손익계산서 (단위: 십억원)

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	910	838	1,100	1,465	2,056
매출원가	293	271	354	472	671
매출총이익	617	567	747	993	1,384
판매비와관리비	466	444	561	774	1,103
영업이익	151	123	186	219	281
영업이익률	16.6	14.6	16.9	14.9	13.7
EBITDA	181	158	215	246	308
영업외손익	0	-2	-1	-1	-1
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	3	5	3	3	3
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-3	-7	-3	-3	-3
외환관련손실	1	4	2	2	2
기타	0	0	0	0	0
법인세비용차감전순손익	151	120	185	218	281
법인세비용	-41	-35	-47	-55	-71
계속사업순손익	110	85	138	163	209
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	110	85	138	163	209

재무상태표 (단위: 십억원)

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
유동자산	400	522	709	934	1,223
현금및현금성자산	45	75	193	325	485
매출채권 및 기타채권	90	99	130	153	170
재고자산	176	158	183	244	343
기타유동자산	89	190	203	211	225
비유동자산	284	296	290	287	285
유형자산	161	166	157	149	143
관계기업투자금	5	12	16	21	26
기타비유동자산	119	118	117	117	117
자산총계	684	818	999	1,221	1,508
유동부채	161	243	301	374	466
매입채무 및 기타채무	101	112	120	132	161
차입금	0	54	108	162	216
유동성채무	0	11	0	0	0
기타유동부채	60	66	73	80	89
비유동부채	39	23	24	25	26
차입금	10	0	0	0	0
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	29	23	24	25	26

당기순이익률	12.1	10.2	12.6	11.1	10.2
비지배지분순이익	0	0	0	0	0
지배지분순이익	110	86	138	163	209
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	0	0	0	0
포괄순이익	109	85	138	163	209
비지배지분포괄이익	0	0	0	0	0
지배지분포괄이익	109	85	138	163	209

부채총계	201	266	325	399	492
지배지분	483	551	674	821	1,016
자본금	8	8	8	8	8
자본잉여금	3	3	3	3	3
이익잉여금	480	550	673	820	1,014
기타자본변동	-7	-9	-9	-9	-9
비지배지분	1	0	0	1	1
자본총계	484	552	675	822	1,016
순차입금	-70	-161	-241	-327	-446

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
EPS	7,156	5,571	8,970	10,562	13,598
PER	15.7	15.1	16.2	13.8	10.7
BPS	31,366	35,801	43,776	53,343	65,947
PBR	3.6	2.4	3.3	2.7	2.2
EBITDAPS	11,748	10,269	13,992	16,004	19,976
EV/EBITDA	9.1	7.2	9.3	7.8	5.8
SPS	59,113	54,391	71,461	95,128	133,493
PSR	1.9	1.6	2.0	1.5	1.1
CFPS	12,648	10,361	14,050	16,062	20,034
DPS	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000

재무비율 (단위: 원, 배, %)

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
성장성					
매출액 증가율	36.2	-8.0	31.4	33.1	40.3
영업이익 증가율	64.8	-18.7	51.6	17.7	28.7
순이익 증가율	0.6	-22.4	61.8	17.7	28.7
수익성					
ROIC	32.3	26.2	40.6	42.0	46.5
ROA	25.5	16.3	20.5	19.7	20.6
ROE	25.1	16.6	22.5	21.8	22.8
안정성					
부채비율	41.5	48.2	48.1	48.5	48.4
순차입금비율	-14.5	-29.1	-35.7	-39.8	-43.9
이자보상배율	108.2	83.3	0.0	0.0	0.0

현금흐름표 (단위: 십억원)

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	162	155	143	143	175
당기순이익	110	85	138	163	209
비현금항목의 가감	85	74	78	85	99
감가상각비	30	36	30	28	26
외환손익	0	2	0	0	0
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	54	36	48	57	73
자산부채의 증감	-10	40	-26	-49	-63
기타현금흐름	-23	-45	-47	-55	-71
투자활동 현금흐름	-110	-140	-30	-33	-37
투자자산	-35	-157	-5	-5	-5
유형자산	-32	-20	-20	-20	-20
기타	-42	37	-5	-8	-13
재무활동 현금흐름	-24	17	8	18	18
단기차입금	0	54	54	54	54
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	10	0	0	0	0
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-10	-15	-15	-15	-15
기타	-25	-22	-31	-20	-20
현금의 증감	28	30	118	132	160
기초 현금	17	45	75	193	325
기말 현금	45	75	193	325	485
NOPLAT	110	87	139	163	210
FCF	107	88	148	171	216

자료: F&F, 대신증권 Research Center

[Compliance Notice]

금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:유정현)

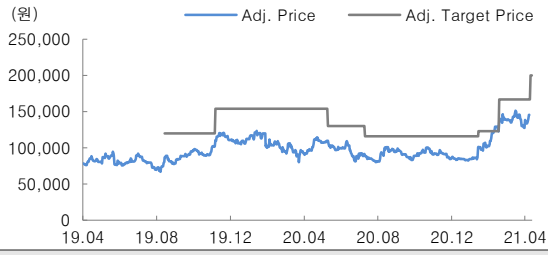
본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

F&F(007700) 투자의견 및 목표주가 변경 내용

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20210407)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중	Underperform(매도)
비율	89.9%	9.2%	1.0%



제시일자	21.04.09	21.03.13	21.03.05	21.02.17	21.01.14	20.11.13
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	200,000	167,000	167,000	167,000	123,000	116,000
괴리율(평균,%)		(16.15)	(17.43)	(16.47)	(10.29)	(25.18)
괴리율(최대/최소,%)		(9.28)	(14.37)	(12.28)	10.57	(12.50)
제시일자	20.11.08	20.07.10	20.05.10	20.05.06	19.11.06	19.08.14
투자의견	Buy	Buy	Buy	6개월 경과	Buy	Buy
목표주가	116,000	116,000	130,000	154,000	154,000	120,000
괴리율(평균,%)	(18.76)	(21.22)	(26.02)	(28.73)	(30.89)	(25.17)
괴리율(최대/최소,%)	(16.47)	(12.93)	(15.77)	(28.57)	(19.81)	(14.58)
제시일자						
투자의견						
목표주가						
괴리율(평균,%)						
괴리율(최대/최소,%)						
제시일자						
투자의견						
목표주가						
괴리율(평균,%)						
괴리율(최대/최소,%)						

산업 투자의견

– Overweight(비중확대)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
– Neutral(중립)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
– Underweight(비중축소)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

– Buy(매수)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 상승 예상
– Marketperform(시장수익률)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 –10%p~10%p 주가 변동 예상
– Underperform(시장수익률 하회)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 하락 예상